

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

途虎-W(09690)

投资评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindas.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100053

# 途虎-W(09690.HK): 24H1 前瞻, 业绩有望拾级向上, ATV 短期波动, 长期成长空间可期

2024年8月8日

事件: 途虎 2024H1 业绩前瞻, 我们预计公司 24H1 营业收入 71.1-71.7 亿元, 同比增长 9%-10%, 实现同期经调整净利润约 3.3-3.4 亿元, 净利率约 4.6%-4.7%。

点评:

- **稳步拓店带动公司营收端持续增长, 短期客单价承压。**2024H1 公司扩店是公司营收主要增长动力, 我们预计全年净增约 1000 家; 客单价短期承压, 主要系 2024H1 国内消费相对疲软, 用户对轮胎机油等产品的更换周期拉长且倾向于寻求平替产品。9%-10%的预期营收增速有望跑赢汽车后市场行业整体水平, 据 F6 汽车科技数据, 2024H1 后市场产值及台次小幅+1%, 24Q2 产值/台次分别同比-2%、-1%。分品类看, 维修、轮胎台次同比+4%、+3%, 保养持平, 其他下滑。
- **费用控制有效, 管理效率显著提升, 自有品牌占比持续提升。**公司自有品牌覆盖各种级别的产品矩阵, 有望充分承接消费降级需求, 自有品牌占比有望提升, 规模效应愈加显现, 公司采购议价权日益提高, 我们预计 2024 年公司毛利率有望同比提升 0.6 pct。同时, 随着门店数量增加, 密度提升, 巡查效率有效提高, OCR 图像识别技术基于大数据精准定位问题, 门店管理效率提升效果显著, 除营销费用外, 公司各项费用率均有明显优化, 净利率端亦有望持续提升。
- **独立汽车后市场扩容, 公司作为头部 IAM 成长空间凸显。**途虎作为头部 IAM, 先发优势已建立, 规模效应显著, 壁垒有望增强。1) 产品端, 公司有效控制产品质量, 精准定位用户需求, 同时供应链压缩带来价格优势。同时, 公司产品及服务顺应市场趋势, 多品牌矩阵布局, 自有品牌占比持续提升。2) 门店端, 公司规划清晰, 连锁模式标准化, 单店利润上升空间可观。3) 就新能源趋势而言, 公司新能源汽车用户价值较燃油车有所提升, 主要得益于新能源汽车换胎周期缩短、轮胎技术升级。综合来看, 公司所处后市场赛道成长性显著, 头部公司市占率有望进一步提升。
- **盈利预测: 我国汽车保有量超过 3 亿辆, 随着车龄逐渐老化, 4S 店市场份额下滑速度超预期, 独立汽车后市场有望加速承接流出客户, 途虎等头部 IAM 有望持续受益。**我们预测公司 2024-2026 年归母净利润 8.5 亿元、13.6 亿元、20.6 亿元, 对应 EPS 分别为 1.05、1.67、2.54 元, 对应 PE 分别为 14 倍、9 倍和 6 倍。
- **风险因素: 供应链波动风险; 客单价持续下滑风险; 拓店不及预期等。**

单位/百万	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13601	14893	16680	18765
(+/-)(%)	18%	9%	12%	13%
归母净利润	6703	852	1357	2060
(+/-)(%)	414%	-87%	59%	52%
EPS	20.80	1.05	1.67	2.54
P/E	1.24	13.62	8.56	5.64

资料来源: ifind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 8 日收盘价

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,271	8,774	9,699	11,201
现金	2,715	2,418	2,476	2,864
应收账款及票据	218	240	266	297
存货	1,800	1,854	2,006	2,161
其他	3,538	4,262	4,951	5,878
非流动资产	3,493	4,699	6,032	7,496
固定资产	899	939	990	1,043
无形资产	545	523	506	496
其他	2,049	3,237	4,536	5,958
资产总计	11,765	13,473	15,731	18,696
流动负债	6,602	7,428	8,298	9,170
短期借款	1	1	1	1
应付账款及票据	3,887	4,418	4,861	5,322
其他	2,715	3,008	3,436	3,847
非流动负债	704	704	704	704
长期债务	8	8	8	8
其他	697	697	697	697
负债合计	7,306	8,132	9,002	9,874
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,733	6,615	8,001	10,090
归属母公司股东权益	4,460	5,342	6,728	8,818
少数股东权益	-2	-1	1	5
股东权益合计	4,458	5,341	6,729	8,823
负债和股东权	11,765	13,473	15,731	18,696

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17.79%	9.50%	12.00%	12.50%
归属母公司净利润	413.78%	-87.28%	59.16%	51.84%
毛利率	24.70%	25.32%	27.65%	30.55%
销售净利率	49.28%	5.72%	8.13%	10.98%
估值比率				
P/E	1.24	13.62	8.56	5.64
P/B	4.74	2.17	1.73	1.32
EV/EBITDA	2.64	10.77	6.67	4.21

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,601	14,893	16,680	18,765
其他收入	5	4	5	5
营业成本	10,242	11,123	12,068	13,033
销售费用	1,715	1,891	2,095	2,353
管理费用	420	457	507	570
研发费用	580	626	692	779
财务费用	-110	-81	-73	-74
除税前溢利	6,725	858	1,367	2,076
所得税	25	5	8	13
净利润	6,701	853	1,359	2,063
少数股东损益	-2	1	2	4
归属母公司净利润	6,703	852	1,357	2,060
EBIT	6,616	777	1,294	2,002
EBITDA	6,977	854	1,370	2,080
EPS (元)	20.80	1.05	1.68	2.54
营业收入	13,601	14,893	16,680	18,765
其他收入	5	4	5	5
营业成本	10,242	11,123	12,068	13,033

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,021	1,480	1,985	2,483
净利润	6,703	852	1,357	2,060
少数股东权益	-2	1	2	4
折旧摊销	362	77	76	78
营运资金变动及其他	-6,041	550	550	341
投资活动现金流	-2,372	-1,807	-1,957	-2,124
资本支出	-362	-95	-110	-120
其他投资	-2,010	-1,712	-1,847	-2,004
筹资活动现金流	1,350	0	0	0
借款增加	-186	0	0	0
普通股增加	1,168	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	367	0	0	0
现金净增加额	29	-297	57	388

## 研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，主要覆盖智能化、新势力等领域。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。